

2013 年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司

公司债券

## 跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2015 年 6 月 30 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 2013年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪(2015)100421】

### 2013年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券

存续期间 7年期债券 6.5亿元人民币, 2013年3月5日-2020年3月5日

主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
AA级	稳定	AA级	2015年6月
AA级	稳定	AA级	2014年6月
AA级	稳定	AA级	2012年6月

### 主要财务数据

项目	2012年	2013年	2014年
金额单位:人民币亿元			
<b>南桥新城合并数据及指标</b>			
总资产	104.69	140.41	164.00
总负债	42.55	74.44	93.63
刚性债务	36.99	67.89	85.69
应付债券	-	6.42	6.44
所有者权益	62.14	65.97	70.37
营业收入	10.76	5.59	15.53
净利润	3.94	3.48	4.95
经营性现金净流入量	-7.36	-17.65	-3.08
EBITDA	4.14	3.84	5.24
资产负债率[%]	40.64	53.01	57.09
流动比率[%]	1058.05	675.26	704.95
现金比率[%]	60.28	84.95	123.41
利息保障倍数[倍]	3.06	1.58	1.78
净资产收益率[%]	8.85	5.44	7.26
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.40	-30.18	-3.66
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-78.95	-30.32	-3.94
EBITDA/利息支出[倍]	3.08	1.63	1.82
EBITDA/净债务[倍]	0.16	0.07	0.07
<b>奉贤区主要经济及财政数据:</b>			
地区生产总值	624.60	644.80	668.40
增加值/行政面积 [亿元/平方公里]	0.86	0.90	0.93
一般预算收入	58.41	66.03	72.91

注:根据南桥新城经审计的2012-2014年度财务数据整理、计算。

### 分析师

刘明球 王飞

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
Tel: (021)63501349 63504375  
Fax: (021)63500872  
E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

跟踪期内,奉贤区经济及财政实力保持增长,为公司业务运营提供了有效支撑;以前年度积累的土地整理开发业务,在跟踪期内得以结转确认收入,公司实现营业收入规模翻倍增长。伴随公司主营业务规模及债务规模的扩大,公司后续资金需求将进一步增加。

- 奉贤区区域经济发展较好,得益于上海市财政支持,奉贤区财力保持稳定增长。
- 南桥新城承担南桥新城区域的土地整理,并享受土地出让收益分成,且2015年起分成比例进一步提高,公司土地开发业务盈利能力相对较好。跟踪期内,南桥新城营业收入规模翻倍增长,现金平衡能力有所增强。
- 南桥新城目前所从事的市政项目主要为代建回购模式,政府回购模式在一定程度上降低了公司所面临的市场风险,并保障了公司的盈利空间。奉贤区财政对应付南桥新城的款项偿付情况较好,一定程度上降低了公司的资金周转压力。
- 跟踪期内,南桥新城项目建设规模较大,刚性债务规模不断增长,公司债务偿付压力有所加大。
- 公司因抵押借款受限土地资产占比较大,资产变现能力一般。
- 南桥新城土地整理收入易受房地产政策及当地土地市场的波动影响。
- 信贷政策的变化和国家对融资平台政策变化会对南桥新城融资能力和资金平衡能力带来一定影响。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对南桥新城及其发行的本期债券的信用评级观点,并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由南桥新城提供,所引用资料的真实性由南桥新城负责。

## 跟踪评级报告

按照 2013 年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司(以下简称“南桥新城”、“该公司”或“公司”)公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据南桥新城提供的经审计的 2014 年度审计报告及相关经营数据,对南桥新城的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分  
析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论。

### 一、债券发行情况

该公司于 2013 年 3 月公开发行了总额为 6.50 亿元人民币的公司债券(简称 13 奉贤南桥债),期限为 7 年。债券采用固定利率形式,存续期内票面利率为 6.25%,单利按年计息,不计复利,逾期不另计息。债券每年付息一次,同时设置本金提前偿付条款,即在本期债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末逐年分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金。截至 2014 年末,本期债券待偿本金余额 6.50 亿元。

本期债券募集资金中的 5.3 亿元用于金昊苑配套回迁安置房项目,其余 1.20 亿元用于补充公司营运资金,截至 2014 年末,募集资金已全部使用。

南桥新城金昊苑配套回迁安置房项目总投资额 8.95 亿元,总建筑面积 15.37 万平方米,截至 2014 年末,该项目已完成投资额 6.90 亿元,项目尚未完工,因此尚无资金回笼。

### 二、跟踪评级结论

#### (一) 公司管理

该公司主要负责上海市奉贤区南桥新城地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设、代建项目施工管理以及招商引资等工作。截至 2014 年末,公司注册资本为 3.00 亿元,上海市奉贤区国有资产监督管理委员会(以下简称“奉贤区国资委”)仍为公司唯一股东。

截至 2014 年末,该公司纳入合并范围的子公司共 10 家,其中全资子公司 9 家,控股子公司 1 家。公司合并范围较上年新增 1 家全资子公司,新增子公司主要从事农贸市场管理服务。

截至 2014 年末,该公司所有者权益为 70.37 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 69.93 亿元);2014 年度公司实现营业收入 15.53 亿元,实现净

利润 4.95 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 4.72 亿元）。

## （二）经营环境

### 1. 奉贤区经济情况

根据 2014 年上海市奉贤区政府工作报告，2014 年奉贤区全年实现增加值 668.4 亿元，可比增长 3.3%，三次产业结构逐步优化。分产业看，第一产业增加值 17.3 亿元，可比下降 5.3%；第二产业增加值 397.5 亿元，可比增长 1.4%；第三产业增加值 253.6 亿元，可比增长 7.2%。第一产业增加值占增加值的比重为 2.6%，同比下降 0.2 个百分点；第二产业增加值比重为 59.5%，同比下降 1.8 个百分点；第三产业增加值比重为 37.9%，同比上升 2.0 个百分点。

2014 年奉贤区完成全社会固定资产投资总额 290.9 亿元，同比下降 0.3%。从产业投向看，第一产业投资 0.05 亿元，同比下降 93.4%；第二产业投资 113.6 亿元，全部为工业投资，同比下降 13.5%，所占比重为 39.1%，同比降低 5.9 个百分点；第三产业投资 177.3 亿元，同比增长 11.0%，所占比重为 60.9%，同比提高 6.2 个百分点，其中房地产业投资 126.7 亿元，同比增长 2.4%。2014 年全年城市基础设施和公共事业基础设施投资 31.57 亿元，同比增长 5.7%。

图表 1. 2012-2014 年奉贤区经济发展主要指标

主要指标	2012 年	2013 年	2014 年
地区生产总值（亿元）	624.60	644.80	668.40
同比增长	9.50%	3.50%	3.30%
工业增加值（亿元）	377.90	368.10	364.70
同比增长	11.30%	-0.5%	-0.1%
固定资产投资总额（亿元）	300.90	291.8	290.9
同比增长	14.20%	3.0%	-0.3%
社会消费品零售总额	335.30	375.9	421.0
同比增长	15.00%	12.1%	12.0%

资料来源：奉贤区 2012-2014 年国民经济和社会发展统计公报

奉贤区工业结构逐步趋于优化，但受经济环境影响，2014 年奉贤区八大重点行业实现规模以上工业产值 896.8 亿元，同比下降 0.2%，降幅低于平均水平 0.8 个百分点。分行业看，八大行业产值增长呈现三升五降格局。新能源、生物医药、汽车配件分别增长 114.0%、9.3%、4.5%，精细化工、智能电网（输配电）、新材料、电子信息和先进装备分别下降 22.2%、11.3%、11.3%、11.3% 和 7.2%。

城市基础设施建设方面，2014 年奉贤区重要道路工程项目建设有序进

行。基础设施建设主要成果有：虹梅路越江工程双向隧道实现贯通；环城北路、奉浦大道道路工程完工，新林公路基本建成；轨道交通 5 号线奉贤段全面开工建设，环城东路等 4 个地下站点建设有序推进；快速公交 BRT 项目部分路段完成施工招标；南上海综合交通枢纽规划完成中期成果；S4 互通式立交项目完成专项规划并启动建设。

奉贤区作为上海非核心区域，区内新兴产业相对较少，人口流入规模较小，房地产市场的需求受上海市整体需求影响较大。在房地产市场进入调整期后，奉贤区的房地产市场增速将受较大影响。2014 年奉贤区实现房地产业增加值 24.0 亿元，可比下降 16.5%。全年房地产开发投资 126.7 亿元，同比增长 2.4%。房屋施工面积 740.3 万平方米，同比下降 13.8%，其中，新开工面积 134.3 万平方米，同比下降 46.2%；房屋竣工面积 62.6 万平方米，同比下降 35.3%。商品房销售面积大幅下滑，全区商品房销售面积 106.2 万平方米，同比下降 37.7%；其中，住宅销售面积为 95.7 万平方米，同比下降 37.6%；全区商品房销售额 121.3 亿元，同比下降 33.7%。全区空置房面积 62.5 万平方米，同比增长 12.4%。

综合来看，近年来奉贤区经济发展较好，随着区内配套设施的逐步完善，未来区域发展环境较好。但由于奉贤区以传统行业为主的产业布局在市场中竞争力不高，易受外部经济环境的影响，2014 年整体经济增速有所下滑。未来，奉贤区的经济发展仍将依托上海市整体经济发展，但其区域土地出让速度将有所下滑，房地产销售增速易受行业环境影响。

## 2. 奉贤区财政收支状况

近年来，奉贤区经济发展速度较快，区财政收入保持快速增长的态势。2014 年全区财政总收入为 234.18 亿元，同比增长 11.8%，其中区级地方财政收入 72.91 亿元，比上年增长 10.4%。全年税收收入 225.12 亿元，同比增长 12.1%，税收收入占财政总收入的比重为 96%，财政收入质量好。税收收入分税种看，增值税 104.46 亿元，增长 17.1%；营业税 28.09 亿元，增长 2.5%；个人所得税 20.39 元，增长 15.5%；企业所得税 52.33 亿元，增长 8.9%。

奉贤区自身以传统产业为主，公共财政预算收入规模较小，但上海市财政对奉贤区的支持力度较大，2012-2014 年，奉贤区获得上海市财政补助收入分别为 30.11 亿元、68.26 亿元和 41.17 亿元。上海市财政对奉贤区的支持有效增强了奉贤区财力。

政府性基金收入是奉贤区重要的收入来源，但受土地市场景气度影响，其收入规模明显缩减。2014 年，奉贤区政府性基金预算收入完成 50.56 亿元，同比减少 27.49%，其中：土地出让金收入 44.01 亿元，同比减少

30.69%。

2014年，奉贤区地方财政支出151.83亿元，同比增长16.5%。其中，一般公共服务支出5.38亿元，同比增长9.1%；教育支出25.06亿元，同比增长9.5%；社会保障和就业支出9.60亿元，同比增长15.7%；医疗卫生支出7.71亿元，同比增长15.0%；农林水事务支出7.65亿元，同比增长11.2%；公共安全支出68006.39万元，同比增长22.25%。同时，奉贤区为促进下级行政区划的发展，每年的转移性支付规模相对较高，2014年转移支付36.25亿元，同比增长3.4%。

2014年，奉贤区区级公共财政预算收入72.91亿元，补助收入41.17亿元，调入资金10亿元，市专项收入22.50亿元，债券转贷收入20亿元，合计收入166.58亿元；公共财政预算支出109.32亿元，上解支出4.13亿元，调出资金0.24亿元，市专项支出22.50元，债券转贷支出20亿元，预算稳定调节基金10亿元，合计支出166.20亿元；2014年收支相抵，公共财政当年结余0.38亿元。

### （三）经营状况

该公司主要负责上海市奉贤区南桥新城地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设、代建项目施工管理以及招商引资等工作。公司项目建设均采用代建形式，由奉贤区政府回购，虽然盈利能力有限，但业务较为稳定，且业务回款的保障度较高。2014年，公司营业收入为15.53亿元，同比上升177.82%，主要是公司当年结转的土地整理及市政工程收入翻倍增长。

图表 2. 2012-2014 年南桥新城营业收入构成 (单位: 万元)

收入分类	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
土地整理及市政工程	10.69	99.42%	4.85	86.86%	15.34	98.94%
商品销售收入	—	—	0.66	11.89%	0.07	0.45%
租赁收入	0.06	0.58%	0.07	1.24%	0.09	0.61%
合计	10.76	100.00%	5.59	100.00%	15.51	100.00%

注：根据南桥新城 2012-2014 年度审计报告财务数据整理。

#### 1. 土地开发整理

该公司的土地开发整理主要包括承担南桥新城地区土地开发整理工作，并配合奉贤区土地储备中心（以下简称“土储中心”）的收储工作，负责实施相关收储土地的“五通一平”（即通路、通电、通讯、供水、排水和土地平整）施工建设任务。

在相关土地项目实施过程中，该公司先行支付开发费用并形成开发成本计入存货。待公司完成土地一级开发之后，由奉贤区土地储备中心实施

对外出让。土地出让金收入的 15% 上缴市财政，剩余 85% 的出让金收入中扣除公司的开发成本（含动拆迁成本和市政设施建设成本）和相关税费（约 10%）后的剩余部分作为土地出让收益金。其中开发成本由区财政返还至公司；在土地出让收益金的分配方面，2015 年以前，公司获得土地出让收益金的 40%。在上述土地出让金分成过程中，公司土地开发成本和 40% 土地出让收益金分成均由区财政局负责款项拨付，并共同构成公司土地整理收入。但在实际业务过程中，奉贤区财政根据出让地块的不同性质，返还公司的土地出让金以覆盖公司开发成本为准，因此公司以实际收到的财政土地整理返还金额确认收入。随着奉贤区土地出让价格不断上升，公司目前与奉贤区政府达成新的土地出让金分配方案<sup>1</sup>，未来公司收益分成进一步上升。

从近年来奉贤区土地出让情况看，由于南桥新城地区的产业规划侧重于服务业，当地主要以住宅、商业用地为主，工业用地数量较少，因此相关土地的价格相对较高，有稳定的利润空间。跟踪期内，南桥新城出让商业用地和商住用地各一块，面积分别为 34.80 亩和 173.88 亩，单价分别为 794.94 万元/亩和 919.98 万元/亩，地价较以往年度大幅上升，主要原因是地块所处地理位置较好。

**图表 3. 2012-2014 年南桥新城土地出让价格（单位：万元/亩）**

土地用途	2012 年	2013 年	2014 年
商业用地	207.66	350.43	794.94
商住用地	246.36	—	919.98
住宅用地	91.17	1,781.77	—

资料来源：南桥新城

截至 2014 年末，该公司所开发的土地由土储中心完成出让土地面积累计 2523.60 亩。其中 2014 年度，公司完成土地开发并由土储中心完成出让 4 幅土地，面积合计 208.68 亩，全年开发成本支出为 10.93 亿元，土地整理收入 15.27 亿元，同比增长 2.27 倍。南桥新城地区可供出让的土地资源较为丰富。根据规划，2014-2016 年，南桥新城地区计划出让土地面积分别为 736.61 亩、712.28 亩和 712.06 亩，但 2014 年土地出让面积受区域土地市场与政策安排影响，较 2013 年几乎缩减一半。据悉，受“330”宽松政策与紧随其后的央行降息和上海公积金贷款新政的叠加影响，南桥新城楼市逐渐回暖，成交量持续放大。若未来上海市房地产市场回暖趋势进一步明朗，南桥新城未来土地整理收入发展空间较大。

<sup>1</sup> 根据公司提供资料，公司最新与奉贤区财政等协商的土地出让金分成比例将提升至 80%，并于 2015 年起实施。

**图表 4. 2011-2013 年南桥新城土地开发情况 (单位: 亩、万元)**

年份	完成出让土地面积	当年开发成本支出	开发收入现金回笼
2011 年	600.59	103,687.00	162,423.13
2012 年	435.59	47,467.00	73,294.78
2013 年	240.83	40,000.00	46,704.00
2014 年	208.68	109,300.00	152,700.00

数据来源: 南桥新城

## 2. 市政工程建设

在市政基础设施工程建设方面, 该公司专门负责南桥新城地区内基础市政道路建设、配套项目的建设管理。近年来, 公司承建了虹梅南路—金海路越江隧道西渡段、轨交西渡站综合配套工程、金海湖地下工程、大居配套污水主管网工程、大居配套道路—环城北路(金海路—金钱公路)、大居配套道路—奉浦大道(金海路—浦星公路)、轨道交通 5 号线及 BRT 快速线等基建工程, 此外公司还承担了奉贤区动迁安置房项目的建设。

上述项目一般采取代建回购模式。在相关项目实施前, 该公司与上海市奉贤区人民政府签订项目 BT 协议, 明确待项目建设竣工验收后, 由上海市奉贤区人民政府负责整体回购并支付项目的工程款, 同时按项目总投资规模的 5-8% 支付项目管理费用作为公司收益。公司在项目实施过程中负责项目的投融资和项目的施工建设管理任务。相关项目的款项安全性较高, 确保了公司的收入与利润空间。由于安置房的最终分配均由政府负责实施, 公司仅参与项目的投资建设, 使公司有效避免了市场风险。

截至 2014 年末, 该公司在建及拟建项目概况如下表, 市政基础设施建设预计投资规模 7.52 亿元, 已完成投资 4.83 亿元, 已实现现金回笼 1.18 亿元; 两项保障性住房建设工程项目有序开展, 预计总投资 15.40 亿元, 已完成投资 8.32 亿元, 实现资金回笼 0.91 亿元。整体上, 公司在建、拟建项目预计总投资 38.99 亿元, 截至 2014 年末, 尚需投资 25.84 亿元, 后续资金需求规模较大。

**图表 5. 截至 2014 年末公司主要市政项目建设与投资情况 (单位: 万元)**

项目名称	总投资规模	已投资规模	已完成现金回笼	施工状态
市政配套道路	75,227.73	48,300.00	11,760.00	在建
老年大学	35,000.00	-	-	在建
九华路幼儿园	4,700.00	-	-	拟建
第二福利院	26,726.00	-	-	拟建
党校	30,000.00	-	-	拟建
致远高中	54,000.00	-	-	拟建
牙防皮防所	10,200.00	-	-	拟建
奉浦九华丽苑(保障性住房)	26,000.00	24,000.00	-	拟建



金水苑(保障性住房)	128,000.00	59,182.17	9,083.01	在建
合计	<b>389,853.73</b>	<b>131,482.17</b>	<b>20,843.01</b>	—

数据来源：南桥新城

### 3. 租赁收入

该公司在发展过程中的租赁收入主要来自于上海旅游高等专科学校原校区<sup>2</sup>资产及卓越5号楼等资产的租赁收入。2012-2014年公司获得的租赁收入分别为326.39万元、692.75万元和939.62万元。2014年租赁收入大幅增长，主要因为当年公司恒盛菜场投入运营，且已100%出租。另有中环南城项目<sup>3</sup>已完成施工，可出租面积16万平方米，截至报告日尚未对外招租。随着公司租赁物业运营逐渐成熟，未来公司租赁收入有望保持增长。

图表 6. 南桥新城经营性物业运营概况（单位：平方米）

项目名称	可租赁面积	出租率
健康教育所	5,600.00	57%
恒盛菜场	5,660.60	100%
卓越5号楼	15,000.00	70%
上海旅游高等专科学校原校区	12,000.00	100%

数据来源：南桥新城

此外，该公司另有在建商业项目——“上海之鱼”，项目地处南桥新城城市中心，占地2.53平方公里，与其接壤的4.78平方公里的中央生态绿地南北呼应，共同构成南桥新城生态核心，项目将建成为以水为乐、集居住生活、商务办公、商业会展、旅游度假、休闲娱乐及游艇俱乐部等于一体的生态型主题国际社区。项目预计总投资11亿元，目前主体工程金海湖湖面已基本完工，沿滨水岸线部分经营性开发用地以完成部分出让，截至2014年末，项目完成投资2.48亿元，已回笼资金1.01亿元。

### （四）财务质量

华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司2014年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

随着土地整理和安置房建设项目的推进，该公司负债规模不断上升。截至2014年末，公司负债总额93.63亿元，同比增长25.78%；同期末，公司资产负债率上升至57.09%，同比增长4.08个百分点。

<sup>2</sup> 根据上海市奉贤区国有资产监督管理委员会《关于无偿划拨“旅专”原校区房地等资产的通知》（奉国资委〔2008〕139号），将位于五四公路2011号的上海旅游高等专科学校原校区的房地等注入公司增加公司资本公积867,409,173.86元。截至2014年末，该资产已全部用于借款抵押。

<sup>3</sup> 公司持有中环南城项目15%的股权份额，截至报告日，该项目施工已完成，但尚未竣工结算。

该公司债务结构偏向长期，与经营周期匹配性较好。截至 2014 年末，公司非流动负债规模 72.43 亿元（占负债总额的 77.36%），同比增长 29.85%。公司非流动负债大幅增长主要是由于公司大量新增土地整理业务投入而新增大量债务。2014 年末，公司长期借款和应付债券余额分别为 65.15 亿元和 6.44 亿元，占非流动负债的比重分别为 89.95% 和 8.89%。

2014 年末，该公司流动负债规模为 21.20 亿元，同比增长 13.67%，流动负债占总负债的比重为 22.64%，同比略有下降。2014 年末，公司期末短期有息债务余额 14.11 亿元，短期债务偿付压力不大。同期末，公司其他应付款 4.65 亿元，同比增加 30.99%，主要是与上海市奉贤区住宅建设发展中心、上海奉贤城建（集团）有限公司等奉贤区政府下属其他公司的往来款。

跟踪期内，该公司实现营业收入 15.53 亿元，同比增加 177.82%，主要是由于公司当年结转的土地出让收入实现翻倍式增长。2014 年，公司综合毛利率 29.67%，同比下降 18.77 个百分点，主要是当年土地出让业务利润空间明显缩减，该板块毛利率主要因拆迁成本提高而下降 24.48 个百分点。同年，公司获得财政补贴款 0.96 亿元，规模不大。

跟踪期内，得益于该公司土地开发业务实现 19.63 亿元的现金回笼，同比增长 153.62%，公司经营性现金流净流出 3.08 亿元，同比减少 82.55%。2014 年，公司并未进行大额对外投资，投资性现金流净流出 0.24 亿元。公司资金缺口主要通过银行借款和发行债券弥补，全年筹资性现金流净流量为 13.63 亿元。综合来看，公司现金流入主要来自于土地整理业务收到的成本回收和分成收益，因此奉贤区土地市场的波动对公司整体的资金平衡的影响较大。

2014 年末，该公司资产总额 164.00 亿元，同比增长 16.80%；所有者权益 70.37 亿元，同比增长 6.67%。同期末，公司资本公积 40.02 亿元，其中 31.35 亿元为 2012 年奉贤区政府向公司注入的两块土地，但其变现能力很弱。

该公司资产以流动资产为主，2014 年末，公司流动资产规模为 149.43 亿元，占资产总额的 91.12%。公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2014 年末，上述款项余额占流动资产比重分别为 17.51% 和 64.51%。同期末，公司存货账面价值 96.39 亿元，土地和开发成本占比分别为 32.53% 和 67.47%，公司存货中的土地为 2012 年注入的奉贤区柘林镇和奉新镇两宗土地资产，账面价值 31.35 亿元；开发成本账面价值 65.03 亿元。截至 2014 年末，公司共有 15 幅账面价值合计 36.42 亿元的土地资产已用于银行抵押借款，受限比例较高。同期末，公司应收账款账面价值 3.17 亿元，其中应收奉贤区财政局 3.04 亿元，占应收账款总额的 95.63%，主要为代建项目的回购款。另外，2014 年末，公司其他应收款账面价值为 23.64 亿元，其中 19.19 亿元

为应收上海奉贤建设投资有限公司款项。综上，虽然公司流动资产规模较大，但其土地资产受限范围较广，变现能力较弱，且关联方往来款资金占用较多，整体资产质量一般。

2014 年末，该公司非流动资产为 14.57 亿元，近三年投资性房地产占非流动资产比重稳定在 88% 以上。公司投资性房地产主要为 2008 年根据上海市奉贤区国有资产监督管理委员会《关于无偿划拨“旅专”原校区房地等资产的通知》（奉国资委[2008]139 号）无偿划拨的上海旅游高等专科学校原校区（五四公路 2011 号）的资产，账面价值 8.35 亿元。截至 2014 年末，该房产已用于抵押借款，流动性受限。此外，公司拥有定康路 25 号房产及卓越 5 号楼<sup>4</sup>，账面价值分别为 0.63 亿元和 1.50 亿元。

2014 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 704.95% 和 249.99%，虽然流动性指标显示较好，但公司资产变现能力相对较弱，资产质量一般。

综合来看，跟踪期内，受宏观经济环境影响，奉贤区经济发展增速有所放缓，但整体依然较好，得益于上海市财政的支持，财政实力依然较强。以前年度积累的土地整理开发量，在跟踪期内得以结转确认收入，实现营业收入大幅增长。公司主营业务易受区域土地市场影响，且对奉贤区政府回购依赖性很强，存在一定的不确定性，但其盈利空间较为稳定，债务偿付能力仍然很强。

本评级机构仍将持续关注：（1）奉贤区及南桥新城经济发展状况以及区域财政状况对公司运营的影响；（2）房地产市场波动对南桥新城土地出让业务的影响；（3）南桥新城基础设施建设项目和土地整理收入回款及时性。

<sup>4</sup> 卓越 5 号楼房产权利人为南桥新城子子公司上海鑫富达资产管理有限公司，截至报告日房产权证尚未完全办理结束。

## 附录一

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额[亿元]	104.69	140.41	164.00
货币资金[亿元]	5.36	15.85	26.16
刚性债务[亿元]	36.99	67.89	85.69
所有者权益 [亿元]	62.14	65.97	70.37
营业收入[亿元]	10.76	5.59	15.53
净利润 [亿元]	3.94	3.48	4.95
EBITDA[亿元]	4.14	3.84	5.24
经营性现金净流入量[亿元]	-7.36	-17.65	-3.08
投资性现金净流入量[亿元]	-16.44	-0.08	-0.24
资产负债率[%]	40.64	53.01	57.09
长期资本固定化比率[%]	11.08	11.87	10.20
权益资本与刚性债务比率[%]	168.00	97.17	82.12
流动比率[%]	1,058.05	675.26	704.95
速动比率[%]	300.88	217.10	249.99
现金比率[%]	60.28	84.95	123.41
利息保障倍数[倍]	3.06	1.58	1.78
有形净值债务率[%]	68.47	112.89	133.10
营运资金与非流动负债比率[%]	253.09	192.37	177.04
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	3.63	3.59	7.10
存货周转速度[次]	0.16	0.04	0.12
固定资产周转速度[次]	96.58	17.46	27.22
总资产周转速度[次]	0.14	0.05	0.10
毛利率[%]	35.88	48.44	29.67
营业利润率[%]	36.75	45.59	26.56
总资产报酬率[%]	5.51	3.04	3.38
净资产收益率[%]	8.85	5.44	7.26
净资产收益率*[%]	8.82	5.16	6.96
营业收入现金率[%]	137.92	138.53	126.40
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-97.54	-128.19	-15.44
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.40	-30.18	-3.66
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-315.58	-128.77	-16.63
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-78.95	-30.32	-3.94
EBITDA/利息支出[倍]	3.08	1.63	1.82
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.07	0.07

注：表中数据依据南桥新城经审计的 2012-2014 年度财务数据，整理计算。

## 附录二

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/2 ]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2 ]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2 ]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ ( 报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息 )
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ ( 期初刚性债务余额+期末刚性债务余额 ) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录三

## 评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。